

比音勒芬 (002832)

22 年报及 23 年一季报点评：衣中茅台业绩持续靓丽，23 年强势开局、领跑行业

买入（维持）

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

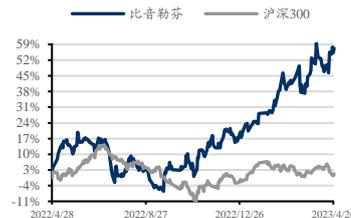
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,885	3,578	4,296	5,123
同比	6%	24%	20%	19%
归属母公司净利润（百万元）	728	945	1,180	1,440
同比	16%	30%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.27	1.66	2.07	2.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.27	21.77	17.43	14.28

关键词：#业绩超预期

投资要点

- 公司公布 2022 年报&2023 年一季报：1) 22 年：营收 28.85 亿元/yoy+6.06%、归母净利润 7.28 亿元/yoy+16.50%。疫情下收入仍保持增长，利润增速高于收入主因毛利率持平略升、费用率下降。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比 +30.16%/-14.33%/+20.10%/-12.16%、归母净利润分别同比 +41.29%/-13.40%/+30.42%/-6.88%，Q2/Q4 受疫情影响业绩下滑。2) 23Q1：营收 10.79 亿元/yoy+33.13%、归母净利润 3.01 亿元/yoy+41.36%，受益疫情放开、收入利润均较 22Q4 大幅好转、增速领跑行业。
- 22 年线上+加盟收入快速增长、直营小幅下滑，全渠道毛利率提升。22 年线上/直营/加盟收入分别同比 +37.02%/-7.01%/+37.11%、分别占比 6%/62%/32%。1) 线上：基数较小，22 年在增加线上布局、加强与电商平台合作带动下实现较快增长，毛利率同比+12.49pct 至 63.42%、我们判断主因线上折扣提升。2) 直营：直营为公司主要销售渠道且以高线城市为主，受疫情影响收入同比下降，外延开店弥补了部分店效损失，截至 22 年末直营门店 579 家/净开 47 家/同比+8.83%（估算店效同比-15%）。22 年直营渠道毛利率同比+0.99pct 至 82.10%，“衣中茅台”的品牌力持续强化、高毛利水平进一步提升。3) 加盟：加盟渠道主要分布在低线城市，22 年受疫情影响相对较小，内生外延共促加盟渠道收入增长，截至 22 年末加盟门店 612 家/净开 44 家/同比+7.75%（估算店效同比+27%）。22 年加盟渠道毛利率同比+2.07pct 至 70.97%。
- 毛利率提升、费用率下降、归母净利率提升。1) 毛利率：22 年/23Q1 毛利率分别同比+0.71/+0.23pct 至 77.40%/75.71%，22 年虽相对低毛利的线上渠道占比增加，但全渠道毛利率提升、促 22 年毛利率稳中有升，23Q1 继续保持高毛利水平。2) 期间费用率：22 年期间费用率同比-1.98pct 至 45.91%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.35/+1.04/+0.41/-1.07pct 至 35.92%/6.78%/3.47%/-0.27%，费用管控力优秀，财务费用率下滑主因可转债全部转股、利息支出减少。23Q1 费用率同比-2.30pct 至 40.42%、进一步优化。3) 净利率：结合毛利率/费用率变动，22 年/23Q1 归母净利率分别同比+2.26/+1.62pct 至 25.22%/27.87%，盈利能力持续提升。
- 运营效率、经营质量优秀。1) 存货：22 年末存货 7.46 亿元/yoy+12.93%，存货周转天数同比+28 天至 388 天，疫情扰动下库存有所增加；23Q1 末存货 6.53 亿元、较 22 年末下降近 1 亿元，终端销售快速增长有效缓解库存压力、存货周转优化。2) 应收账款：22 年/23Q1 应收账款周转天数分别同比 -5/-5 天至 33/24 天，营运能力持续提升。3) 现金流：22 年/23Q1 经营活动现金流净额分别同比+4.98%/+8.65%至 9.42/5.07 亿元、净现比分别达 1.3/1.7，经营质量表现优秀；截至 23Q1 末账上资金 25 亿元、资金充沛。
- 盈利预测与投资评级：公司为高端运动时尚服饰龙头，22 年 Q2/Q4 受疫情扰动业绩短期出现下滑，但全年收入与净利保持增长，且盈利能力进一步提升、经营质量&经营效率稳中有升。22 年起公司将高尔夫系列单独开店、23 年预计延续这一趋势。23Q1 随疫情放开，公司收入净利增长强劲、表现持续领跑同行。4 月公司收购国际知名奢侈品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN，有助进一步提升品牌影响力及国际知名度，打开中长期增长空间。我们维持 23-24 年归母净利 9.45/11.8 亿元的预测、增加 25 年预测值 14.4 亿元，对应 PE 为 22X/17X/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情反复、消费低迷。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.51
一年最低/最高价	19.70/34.50
市净率(倍)	4.32
流通 A 股市值(百万元)	13,049.41
总市值(百万元)	19,124.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.76
资产负债率(% ,LF)	24.68
总股本(百万股)	570.71
流通 A 股(百万股)	389.42

相关研究

《比音勒芬(002832)：收购两大国际奢侈品牌商标所有权，完善高端多品牌矩阵》

2023-04-07

《比音勒芬(002832)：2022 年三季报点评：Q3 业绩显著反弹、继续领跑行业，报表质量优秀》

2022-10-18

表1: 2022年公司收入/门店/毛利率按渠道划分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比净 变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营收	2884.84	6.06%	100.0%	1191	91	77.40%	0.71pct
分渠道							
电商	167.96	37.02%	5.82%	/	/	63.42%	12.49pct
直营	1779.94	-7.01%	61.70%	579	47	82.10%	0.99pct
加盟	936.94	37.11%	32.48%	612	44	70.97%	2.07pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,124	5,089	6,312	7,823	营业总收入	2,885	3,578	4,296	5,123
货币资金及交易性金融资产	2,523	3,271	4,314	5,541	营业成本(含金融类)	652	812	980	1,176
经营性应收款项	281	349	419	500	税金及附加	25	29	34	41
存货	746	849	947	1,140	销售费用	1,036	1,270	1,512	1,793
合同资产	0	0	0	0	管理费用	196	215	249	282
其他流动资产	574	620	632	642	研发费用	100	125	150	164
非流动资产	1,455	1,579	1,699	1,815	财务费用	-8	5	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	25	30	36
固定资产及使用权资产	794	983	1,151	1,305	投资净收益	39	36	43	51
在建工程	70	35	18	9	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	129	99	69	39	减值损失	-97	-40	-20	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	111	111	111	111	营业利润	855	1,144	1,419	1,732
其他非流动资产	350	350	350	350	营业外净收支	0	-5	3	3
资产总计	5,579	6,668	8,010	9,638	利润总额	856	1,139	1,422	1,735
流动负债	1,266	1,325	1,488	1,675	减:所得税	128	194	242	295
短期借款及一年内到期的非流动负债	202	202	202	202	净利润	728	945	1,180	1,440
经营性应付款项	231	267	322	387	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	169	162	196	235	归属母公司净利润	728	945	1,180	1,440
其他流动负债	664	695	768	852	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.66	2.07	2.52
非流动负债	182	182	182	182	EBIT	801	1,128	1,370	1,667
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,135	1,454	1,700	2,001
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.40	77.32	77.18	77.05
租赁负债	141	141	141	141	归母净利率(%)	25.22	26.41	27.46	28.11
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	6.06	24.03	20.07	19.23
负债合计	1,447	1,507	1,669	1,857	归母净利润增长率(%)	16.50	29.88	24.86	22.03
归属母公司股东权益	4,130	5,160	6,339	7,779					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	4,131	5,161	6,341	7,781					
负债和股东权益	5,579	6,668	8,010	9,638					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	942	1,091	1,455	1,631	每股净资产(元)	7.24	9.19	11.34	13.95
投资活动现金流	-683	-919	-904	-896	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	-218	76	-8	-8	ROIC(%)	16.19	18.76	18.66	18.69
现金净增加额	41	248	543	727	ROE-摊薄(%)	17.62	18.32	18.61	18.51
折旧和摊销	334	326	330	334	资产负债率(%)	25.94	22.60	20.84	19.27
资本开支	-499	-455	-447	-447	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.27	21.77	17.43	14.28
营运资本变动	-174	-183	-99	-190	P/B(现价)	4.98	3.92	3.18	2.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

